



2018年2月20日

米CPI上昇もエマージング市場は復調

先週の市場では、米消費者物価指数（CPI）の発表に市場の注目が集まりました。季節的あるいは一時的な要因がデータに影響したと見られますが、数字自体は市場の予想を大きく上回りました。一方で同日に発表された米小売売上高は市場の予想を下回り、ここ数年間に亘って1-3月期の米経済指標は市場予想を下回ることが多いという事実を投資家に思い出させてくれる出来事でした。CPI発表後、株価は当初1%近く下落しましたが、その後すぐに反発し、リスク資産は週初からの勢いを取り戻しました。リスク資産の堅調なパフォーマンスは多くの投資家にとってやや予想外の展開でしたが、米ドル及び米実質金利の動きがその答えになるでしょう。先週は米ドルが下落し、米名目金利は上昇しました。需給面では、商品投資顧問（CTA）やリスクパリティ（均衡）型の投資戦略が既にリスクを大幅に削減しているとのデータが示されました。



アンソニー・ケトル
エマージング債チーム（社債）
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

エマージング資産の動向

エマージング資産は先週、通貨や株式を中心に力強い反発を見せ、エマージング社債市場は月初来での下落幅の約3分の1を取り戻しました。原油及び商品価格の上昇が相対的にベータ値の高いセクターの追い風となっています。ただし悪材料を抱えたハイ・イールド債のパフォーマンスは依然として奮わず、銘柄ごとの差別化が加速していることを物語っています。銘柄を問わない押し目買いよりも、銘柄を厳選した投資が重要なテーマとなりそうです。

エマージング個別国市場での出来事

ブラジル：今年予定されている大統領選を前に、有権者の支持が厚く最も市場に友好的とされる候補者の一人であったルチアーノ・ハック氏が出馬しないことを表明しました。また政府は先週、年金改革を巡る重要な採決を延期しましたが、これは大手格付け機関にとってはネガティブな進展であると受け止められる可能性があります。

メキシコ：同じく今年予定されている大統領選に関する世論調査で、ロペス・オブラドール氏が支持率33%でリードしていることが示されました。ただし選挙戦が正式に始まる3月末までは様子見の期間になると見られます。

南アフリカ：ズマ大統領が辞任したことにより、シリル・ラマポーザ氏が大統領に就任したことが市場に好感され、南アフリカ資産は先週堅調なパフォーマンスとなりました。

中国：先週発表されたデータで、中国が昨年米国債の保有を拡大したことが示され、ここ最近見られた中国の米国債保有圧縮に関連した懸念がやや払しょくされました。

エジプト：為替を変動相場制に移行して以来初めて、中央銀行が利下げを行い、緩和サイクルの開始を示唆しました。

ナイジェリア及びエジプト：複数トランシェの起債を行いました。市場ボラティリティが高まっていた最中であつたこともあり、魅力的な新発債プレミアムが提供され、長期債を中心に発行後も堅調に推移しました。

ケニア：外貨建て債の新規発行を前に、投資家向けのロードショーを開始しました。

エマージング社債市場での出来事

- 米商務省が輸入制限を認める通商拡大法232条に基づき、鉄鋼とアルミニウムの輸入に関する調査結果を発表し、関税及び輸入割当枠につき当初の想定よりも厳しい内容で政府に提案を行ったことがわかりました。実際に導入される制限内容については依然として不透明ですが、この報道は米国での事業規模が大きいブラジルの製鉄会社ゲルダウにとっては追い風となりました。
- 流動性危機に陥っている中国の海航集団（HNAグループ）は、資産売却を開始しました。まず筆頭株主であったドイツ銀行の持ち分を減らし、これにより同社債務の支払い見通しはようやく安定し始めました。
- ブラジルの建設大手オデブレヒトは、4月に償還を迎える債券の支払に充てる手元資金確保のための新規融資を模索し始めました。そんな中、大手格付け会社S&Pは同社信用格付けをCCC+からCCCに引き下げました。
- トルコの手銀行アクバンクは4億米ドル相当の起債を行いました。名目利回り6.8%程度の同債券は概ね順調に消化されました。

今後の見通し

過去を振り返ると、米実質金利の動向がエマージング市場のパフォーマンスを決定づける重要な要因となってきましたが、今回も同様であると見られます。これまでのところ、米名目金利の上昇は主にブレイク・イーブン・インフレ率、つまり市場の期待インフレ率の上昇に起因するものとなっており、結果として米ドル安及び商品価格の上昇につながり、エマージング市場の追い風となっています。

またここ最近発表されているエマージング市場の経済指標が、全般的に景気回復を示唆する内容であることも追い風となっているほか、先進国と比較して多くのエマージング市場で金融政策のサイクルが異なる点も、エマージング市場が今年の金融市場の波を乗り越えていくことが出来る好位置につけていると言える材料になるでしょう。現段階では、依然として緩和的な欧州中央銀行（ECB）及び日銀が主要金利を低位に留める要因になると見られますが、市場はこの見方を試し始めていることは明らかで、これまで以上に経済指標が要視されると見えています。

米5年債利回りがこの半年で100bps以上上昇している中、過去数年間に亘って、米国の1-3月期指標は季節的要因から弱含んでいることを思い出しておく価値はあるでしょう。債券弱気（ベア）派が少なくとも一時的に息継ぎをする時間が与えられると考えてもよさそうです。ここからは、経済成長に関する市場予想を下回る指標が多くの投資家のポートフォリオを試すことになる可能性があり、これを踏まえブルーベイズでは、米金利に対する弱気見通しを最近、徐々に弱めています。また、中国などの貿易相手国による報復措置を招きかねない米商務省による通商拡大法232条に基づく調査報告など、貿易政策に関連した言動にもより一層注目する必要があると見えています。

社債市場では、上場投資信託（ETF）の巨額の解約などに伴う資金動向を注視する必要がありますが、機関投資家は全般的に手元資金を投資に回していると見られます。ファンダメンタルズは全般的に堅固でありながらも、今後数か月は市場ボラティリティが高まる局面があると予想しており、そうした場面で機動的に投資機会を活用できる状態を維持していく方針です。より短期的には、中国で新たな年を迎えるなか、多くの参加者が市場に戻り、ハイ・イールド債への需要が再び高まるかどうか注目しています。

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号

一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な料率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下となります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面等の書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2018年2月20日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上